نبذة عن الأوراق المالية المضمونة بأصول
(Asset-Backed-Securities)

) لوصأب ةنومضملا ةيلاملا قاروألا نع ةذبن
Securities - Backed -Asset(

نبذة عن الأوراق المالية المضمونة بأصول (Asset-Backed-Securities)

نبذة عن الأوراق المالية المضمونة بأصول) Securities - Backed -Asset(

1. يرات طاشن خ قيروتلا

2. ه ام و ير وتلا ق؟

3. ام يه قاروالأا ةيلاملا ةنوممضملا لوصأب؟

4. ام يه عاونأ لوصلأا يتلا حلصت نامضل قاروالأا ةيلاملا؟

أ. قاروأ نهرلا براقعلا

ب. لوصأب ةنوممضملا ةيلاملا قاروالأا وأ ةيراقعلا ريغ ةيلاملا قاروالأا

5. صاخلا ضرغلا تاذ تآشنملا

6. رود صاخلا ضرغلا تاذ تآشنملا

7. اذامل أجلي ردصملا ىلإ قيروتلا؟

8. اذامل يستثمر نورمثتسملا ىف قاروالأا ةيلاملا ةنوممضملا لوصأب؟

9. ل؟ ام يه ةيمهأ مادختسا تامدخ طيسو ىلام ىف ةلاح رادصإ قاروأ ةيلام ةنوممضم وصأب

10. ىلإ شيمهت رود طيسولا ىلامال وأ ءاغلإ هرود؟ ق له ىدأ وتلا ير

11. ريثأت وه ام طاشن؟لاملا سأر قوس ىلع قيروتلا

12. ير وتلا طاشنل ةلثمأ ق ةئشانلا لودلا ضعب يف

13. ن لا لودلا ىف قيروتلا طاش ةيبرع

14. رصم ىف قيروتلا طاشن

1. تاريخ نشاط التوريق:

تم سن القانون الوطني للإسكان في عام 1934 بالولايات المتحدة الأمريكية، مما ترتب عليه تأسيس الإدارة الفيدرالية للإسكان وقد سمح هذا القانون بالتأمين على ديون الرهن العقارى الصادرة عن مقرضين غير حكوميين، كما سمح بتأسيس هيئات الرهن العقارى الوطنية. وعليه فقد تم تأسيس الهيئة الوطنية للرهن العقارى بواشنطن فى 1938 الذي تغير اسمها لاحقا للهيئة الوطنية الفيدرالية للرهن العقارى.

وطبقا للتعديلات التي تمت بالقانون في عام 1968، تم فصل الهيئة الوطنية الفيدرالية للرهن العقاري إلى هيئتين منفصلتين هما : الهيئة الوطنية الحكومية للرهن العقاري (جيني ماى-Ginnie Mae) و الهيئة الوطنية الفيدرالية للرهن العقاري (فانى ماى-Fannie Mae). وقد ظلت الهيئة الوطنية الحكومية للرهن العقاري (جيني ماى) هيئة حكومية بينما تحولت الهيئة الوطنية الفيدرالية للرهن العقاري (فانى ماى) إلى هيئة خاصة بعدما بيعت حصة المال العام بها.

وقد بدأ يزداد نشاط التوريق فى السبعينات من خلال بيع شركة جينى ماى لقروض الرهن العقارى وجدير بالذكر أن مهمة شركة جينى ماى تقتصر على دعم التوسع فى توفير الإسكان بأمريكا من خلال توفير أدوات مالية تضمنها الحكومة فى السوق الثانوي مما يربط سوق المال بسوق الإسكان الفيدرالي، فشركة جينى ماى لا تقوم بإقراض المال من اجل استخدامه للرهن العقارى وإنما تقوم بدور الضامن. ولا تقوم الشركة ببيع أو شراء أو إصدار أوراق مالية مضمونة بالرهن أو شراء الديون الناتجة عن الرهن العقارى.

وتقتصر مسئولية شركة جينى ماى على إدارة برنامج للأوراق المالية المضمونة بالرهن عن طريق القيام بدور الضامن للأوراق المالية المضمونة بمجموعة من الأصول العقارية المرهونة. وتسمى هذه الأوراق المالية بالأوراق المالية المضمونة بأصول عقارية التى تقوم بإصدارها بعض المؤسسات المالية الحاصلة على موافقة من شركة جينى ماى بممارسة هذا النشاط. وهذه الأصول العقارية المرهونة مؤمن عليها من قبل إدارة الإسكان الفيدرالية أو هيئة الخدمات الإسكانية الريفية أو تكون مضمونة من قبل إدارة شئون المحاربين القدامى.

وبما إن الأوراق المالية المضمونة بأصول عقارية مضمونة من قبل شركة جينى ماى فتعتبر حامله تصديق الحكومة الأمريكية ولذلك تمنح المستثمر إحساس بالثقة بان الأقساط المستحقة الدفع على الرهن العقارى ستسوى فى موعدها. وتعتبر هذه الأقساط مضمونة الدفع حتى لو لم يقم المدين أو المصدر بدفعها. وعن طريق الاستثمار فى الأوراق المالية المضمونة بأصول عقارية، يقوم المستثمرون فى أمريكا بطريقة غير مباشرة بتوفير الائتمان اللازم لتوفير فرص إسكان للمواطنين فى أمريكا.

وفى الثمانينات زاد حجم سوق الأوراق المالية المضمونة بأصول عقارية بسبب العمليات المنفذة من قبل شركة فريدي ماك و شركة فانى ماى.

تقوم شركتي فريدي ماك وفاني ماى بشراء قروض الرهن العقاري من البنوك التجارية والمؤسسات الاقتصادية وبنوك الرهن العقارى والمقرضين الأوليين ثم تقوم بحفظ هذه القروض فى محافظهما الخاصة أو بيعهم لمستثمرين عن طريق إصدار أوراق مالية مضمونة بأصول عقارية.

يلعب السوق الثانوي للرهن العقاري دورا مهم في توفير الأموال اللازمة لإقراض الأشخاص الذين ينون شراء منازل خاصة بهم. وبمرور الوقت ومع تطور أسواق المال ظهرت الحاجة لأدوات مالية اكثر حداثة وتقدما لإرضاء طلبات المستثمرين مما أدى إلي ظهور أدوات مالية جديدة للرهن العقاري مثل التزامات الرهن العقاري

1. يرات طاشن خ قيروتلا :

ما ع ى ف ناك سلإل ي نطولا نونا قلا ن س م ت 1934 دحت ملا تا يلاولاب ة ةرادلإا سيسأت هي لع ب ترت ا مم ،ةي كيرملأا

ا قعلا ن هرلا نو يد ى لع ن يمأتلاب نونا قلا اذ ه حم س د قو ناك سلإل ةي لارديفلا ري غ ني ضرقم ن ع ةردا صلا ىر

ةينطولا براقعلا نهرلا تائ يه سي سأتب حم س ا مآ ،ن ييموكح . و دقف هيلع براقعلا نهرلل ةينطولا ةئيهلا سيسأت مت

. نف نطنشاوب 1938 براقعلا نهرلل ةيلارديفلا ةينطولا ةئيهلل اقحلا اهمسا ريغت يذلا

ماع يف نوناقلاب تمت ي تلا تلايدعت لل اقب طو 1968 ف مت ، نيتئيه ىلإ يراقعلا نهرلل ةيلارديفلا ةينطولا ةئيهلا لص

ةيلارديفلا (Ginnie Mae - امه نيتل صفنم : يراقعلا نهرلل ةيموكحلا ةينطولا ةئيهلا) ىام ينيج ةينطولا ةئيهلا و

(يراقعلا نهرلل ةيموكحلا ةينطولا ةئيهلا تلظ دقو). Fannie Mae - يراقعلا نهرلل) ىام ىناف ةئيه (ىام ينيج

يرا قعلا ن هرلل ةي لارديفلا ةي نطولا ةئ يهلا ت لوحت امن يب ةي موكح) ىا م ىنا ف (ةصح تعيب امدعب ةصاخ ةئيه ى لإ

. اهب ماعلا لاملا

و د ق دادزي أدب طاشن رآذلاب ريدجو براقعلا نهرلا ضورقل ىام ىنيج ةآرش عيب للاخ نم تانيعبسلا ىف قيروتلا

سوتلا م عد ى لع ر صتقت ىا م ىن يج ةآر ش ة مهم نأ ةيلام تاودأ ري فوت للا خ ن م اكير مأب ع ف ى فوت ري ناك سلإا

موقت لا ىام ىنيج ةآرشف ،يلارديفلا ناكسلإا قوسب لاملا قوس طبر ي ا مم يوناث لا قو سلا ى ضت اهنم ةموكحلا ة ف

نما ضلا رود ب مو قت ا منإو ىرا قعلا ن هرلل همادختس ىا ل جا ن م لا ملا ضار قإب . وأ ءارش وأ عيبب ةآرشلا موقت لاو

. رادصإ براقعلا نهرلا نع ةجتانلا نويدلا ءارش وأ نهرلاب ةنومضم ةيلام قاروأ

و ةيلوئ سم ر صتقت ىا م ىن يج ةآر ش ىلع رودب مايقلا قيرط نع نهرلاب ةنومضملا ةيلاملا قارولأل جمانرب ةرادإ

نما ضلا ل قارولأ لا ةي لام لا ةنوهر ملا ة يراقعلا لو صلأا ن م ة عومجمب ةنوم ضم . قارولأا هذ ه نم ستو ةي لاملا

تاسسؤملا ضعب اهرادصإب مو قت نت لا ة يراقع لو صأب ةنوم ضملا ةي لاملا قارولأا ب ةيلاملا ةقفاوم ىلع ةلصاحلا

طاشنلا اذه ةسراممب ىا م ىن يج ةآر ش ن م . ناكسلإا ةرادإ لبق نم اهيلع نمؤم ةنوهرملا

ةيراقعلا لوصلأا هذهو

يرلا ةيناكسلإا تامدخلا ةئيه وأ ةيلارديفلا يف وكت وأ ة ىمادقلا نيبراحملا نوئش ةرادإ لبق نم
ن ةنومضم .

قيد صت ه لماح رب تعتف ىا م ىن يج ةآر ش لب ق ن م ةنوم ضم ة يراقع لو صأب ةنوم ضملا
ةي لاملا قاروأا نإ ا مبو

ىوستس ىراقعلا نهرلا ىلع عفدلا ةقحتسملا طاسقلأا ناب ةقثلاب ساسحإ رمثتسملا حنمت كلذلو
ةي كيرملأا ة موكحلا

ا هدعوم ى ف . تو ذه رب تع ه اهعفدب ردصملا وأ نيدملا مقي مل ول ىتح عفدلا ةنومضم
طاسقلأا . و رامثتسلاا قيرط نع

رمثتسملا موقي ،ةيراقع لوصأب ةنوم ضملا ةي لاملا قاروأا ى ف اكيرمأ ىف نو ةرشابم ريغ
ةقيرطب تب ريفو نامتئلاا

ا كيرمأ ىف مزلالا ريفوتل صرف ناكسإ مللو نينطاو.

جح داز تان ينامثلا ى فو ةآرش لبق نم ةذفنملا تايلمعلا ببسب ةيراقع لوصأب ةنوم ضملا ةي لاملا
قاروأا قو س م

ىام ىناف ةآرش و كام يديرف .

ةيداصتقلاا تاسسؤملاو ةيراجتلا كونبلا نم يراقعلا نهرلا ضورق ءارشب ىام ىنافو كا م يدير ف يتآر
ش مو قت

ذ ه ظ فحب مو قت م ث ن ييلولأا ني ضرقملاو ىرا قعلا ن هرلا كون ىو مهظفاحم ى ف ضور قلا
ه ا مهعي ب وأ ة صاخلا

ةيراقع لوصأب ةنومضم ةيلام قاروأ رادصإ قيرط نع نيرمثتسمل .

رود يرا قعلا ن هرلل يوناث لا قو سلا ب علي ا ءارش نوني نيذلا صاخشلأا ضارقلإ ةمزلالا لاوملأا
ريفوت يف مهم

م هب ة صاخ لزان م . ت قولا رور مبو رو طت ع مو تر هظ لا ملا قاو سأ لا جاح ة لأ ا مدقتو ة
ثادح رث آا ةي لام تاود

يراقعلا نهرلا تامازتلا لثم يراقعلا نهرلل ةديدج ةيلام تاودأ روهظ يلإ ىدأ امم نيرمثتسملا تابلط ءا
ضرلإ

المضمونة (Collateralized Mortgage Obligations) والأوراق المالية المضمونة بأصول (Asset Backed Securities).

2. ما هو التو ريق؟

التو ريق هو تحويل الحقوق المالية المستحقة والتي تتدفق من مجموعة من الأصول المالية (قروض عقارية وقروض سيارات ومستحقات بطاقات الائتمان وغيرها) إلى أوراق مالية، وذلك عن طريق إصدار أوراق مالية تكون مضمونة بتلك المجموعة من الأصول، بمعنى أخر، التو ريق هو تجميع أصول مالية، مولدة لتدفقات نقدية، وذات طبيعة متجانسة ولكنها تفتقر للسيولة ليتم إصدار أوراق مالية بضمان هذه الأصول.

لذا فان فكرة نشاط التو ريق تعتمد على خلق أداة من أدوات سوق المال في صورة ورقة مالية يسهل تسويقها. وتعتبر الأوراق المالية المضمونة بأصول أداة اقتراض ونوع من المشتقات في آن واحد. فهي أداة اقتراض لأنها توزع عائد (من الجائز أن يكون ثابت أو غير ثابت) بصفة دورية وتعتبر أيضا نوع من المشتقات لأنها مشتقة من أداة مالية مباشرة آلا وهى مجوعة الأصول التي تضمن الإصدار.

3. ما هي الأوراق المالية المضمونة بأصول؟

الأوراق المالية المضمونة بأصول هي أدوات إقراض يتم تداولها وتكون مضمونة بأصل له عائد أو إيراد تمتلكه الشركة المصدرة أو بمجموعة من المستحقات. وهذه الأوراق المالية تتميز بعائد مرتفع مما يجذب المستثمرين الذين لديهم استعداد لتحمل مخاطر الائتمان والدفع مقدما بالإضافة إلى سيولتها.

ولكي يتم ضمان أن الأوراق المالية المضمونة بأصول ستكون ذات سيولة ويمكن تسويقها للمستثمرين، يجب أن تكون مقبولة لدى المستثمرين كأداة حافظة للقيمة المادية. ومن ثم فان هذه الورقة المالية يجب أن تكون قد صنفت وقيمت من قبل شركة تصنيف وتقييم أو أن تكون مضمونة من قبل ضامن مستقل، وأخيرا لضمان سيولة التعامل على الورقة المالية يتم إصدار الطرح بضمان أصول ذات طبيعة متجانسة.

4. ما هي أنواع الأصول التى تصلح لضمان الأوراق المالية؟

نظريا أي نوع من الأصول التى تولد عائد أو أيراد مستمر تصلح لان تكون ورقة دين سهلة التسويق وفعليا معظم الأوراق المالية المضمونة بأصول تكون مصاحبة بقروض أو أي أصول مالية أخرى.

ومن الممكن تصنيف الأوراق المالية المضمونة بأصول إلى أوراق رهن عقاري أو أوراق مالية غير عقارية:

أ. ***أوراق الرهن العقارى*** تمثل أوراق مالية مضمونة بحزمة من القروض العقارية التقليدية جمعتها مؤسسات مالية (شركات الادخار والقروض، والبنوك التجارية، وشركات الرهن العقارى) لتمويل عملية شراء المقترض لمنزل أو أي أصول عقارية. ويقوم المصدر بتجميع هذه القروض في وعاء واحد وبيعها للمستثمرين عن طريق طرح أوراق مالية مضمونة بأصول عقارية بقيمة هذه المديونيات. وعندما يقوم المقترض بدفع أقساط الدين يتم تسليم المستثمرون الفوائد المستحقة لهم.

ومن اكثر أنواع الأوراق المالية المضمونة بأصول عقارية انتشارا هو آل "Pass-Through" حيث يتم إصدار أوراق مالية مضمونة بوعاء من القروض العقارية وتتم توزيع

لو صأب ةنوم ضملا ةي لاملا (Collateralized Mortgage Obligations) ةنوم ضملا قارولأاو) Asset

Backed Securities (.

2. ه ام و ير وتلا ق؟

وت لا ير ق ةيلاملا لوصلأا نم ة عومجم ن م قفدت ت ي تلاو ةقحت سملا ةي لاملا قو قحلا ل يوحت و ه) ةيراقع ضورق

اهريغو نامتئلاا تاقاطب تاقحتسمو تاراي س ضور قو (ةيلام قاروأ رادصإ قيرط نع كلذو ،ةيلام قاروأ ىلإ

ير وتلا ،رخأ ىنعمب ،لوصلأا نم ةعومجملا كلتب ةنومضم نو كت ق وصأ عيمجت وه ،ةيدقن تاقفدتل ةدلوم ،ةيلام ل

تم ةعيبط تاذو ةسناج لوصلأا هذه نامضب ةيلام قاروأ رادصإ متيل ةلويسلل رقتفت اهنكلو .

ةر كف نا ف اذ ل طا شن ير وت لا ق يف لاملا قوس تاودأ نم ةادأ ق لخ ى لع دمت عت ةروص اهقيوست لهسي ةيلام ةقرو .

و تقا ةادأ لوصأب ةنوم ضملا ةي لاملا قارولأا رب تعت دحاو نآ يف تاقتشملا نم عونو ضار . يهف اهنلأ ضارتقا ةادأ

دئا ع عزو ت) ت باث ري غ وأ ت باث نو كي نأ ز ئاجلا ن م (ربتعتو ةيرود ةف صب اضيأ ةقتشم اهنلأ تاقتشملا نم عون

ةرشابم ةيلام ةادأ نم لاآ رادصلإا نمضت يتلا لوصلأا ةعومجم بهو .

3. ام يه قارولأا ةيلاملا ةنومضملا لوصأب؟

لأا هكلتمت داريإ وأ دئاع هل لصأب ةنومضم نوكتو اهلوادت متي ضارقإ تاودأ يه لوصأب ةنوم ضملا ةي لاملا قارو

تاقحت سملا ن م ة عومجمب وأ ةرد صملا ةآر شلا . نيرمثتسملا بذجي امم عفترم دئاعب زي متت ةي لاملا قارولأا هذ هو

امدقم عفدلاو نامتئلاا رطاخم لمحتل دادعتسا مهيدل نيذلا اضلاإب س ىلإ ةف لوي اهت .

قيوست نكميو ةلويس تاذ نوكتس لوصأب ةنومضملا ةيلاملا قارولأا نأ نام ض يت مت ي ي كلو نيرمثتسملل اه نأ بجي ،

نو كت م لوبق ة ةيداملا ةميقلل ةظفاح ةادأآ نيرمثتسملا بدل . تفنص دق نوكت نأ بجي ةيلاملا ةقرولا هذه ناف مث نمو

نأ وأ مييقتو فينصت ةآرش لبق ن م ت ميقو لقتسم نماض لبق نم ةنومضم نوكت و ، لماعتلا اريخأ نامضل ةلويس

ةسناجتم ةعيبط تاذ لوصأ نامضب حرطلا رادصإ متي ةيلاملا ةقرولا ىلع .

4. ام يه عاونأ لوصلأا ىتلا حلصت نامضل قارولأا ةيلاملا؟

يأ ايار ظن عو ن ةله س ن يد ة قرو نو كت نلا حل صت رمت سم دار يأ وأ دئا ع د لوت ىت لا لو

صلأا ن م ايلعفو قيوستلا
. برخأ ةيلام لوصأ يأ وأ ضورقب ةبحاصم نوكت لوصأب ةنومضملا ةيلاملا قارولأا مظعم
ةيراقع ريغ ةيلام قاروأ وأ يراقع نهر قاروأ بلاإ لوصأب ةنومضملا ةيلاملا قارولأا فينصت
نكمملا نمو :
أ. برا قعلا ن هرلا قاروأ يراقعلا ضور قلا ن م ةمز حب ةنوم ضم ةي لام قاروأ لث مت ةيدي
لقتلا ة
اهت عمج ةي لام تا سسؤم) ن هرلا تاآر شو ،ةيراجت لا كون بلاو ،ضور قلاو را خدلاا تاآر ش
برا قعلا (ةيراقع لوصأ يأ وأ لزنمل ضرتقملا ءار ش ةي لمع ليومت ل . عيمجتب ردصملا موقيو
ةنوم ضم ةي لام قاروأ حر ط قير ط ن ع نيرمثت سملل اهعي بو د حاو ءا عو ى ف ضور قلا هذ
ه
ي قب ة يراقع لو صأب تاي نويدملا هذ ه ةم . ميل ست مت ي ن يدلا طا سقأ ع فدب ضرت
قملا مو قي امدن عو
مهل ةقحتسملا دئاوفلا نورمثتسملا .
"Pass- ن مو لآ و ه ارا شتنا ة يراقع لو صأب ةنوم ضملا ةي لاملا قارولأا عاو نأ رث آا
Through " يح ث متي رادصإ قاروأ ةيلام ةنومضم ءاعوب نم ضورقلا ةيراقعلا متتو عيزوت
4

التدفقات الناجمة عن تلك القروض بناء علي نسبة الملكية الخاصة بكل مستثمر في الأوراق المالية المصدرة بضمان تلك القروض. ومن الممكن إعادة تجميع هذه الأوراق المالية في أوعية جديدة لخلق ضمانات لنوع اكثر تعقيدا من ال"Pass-Through" مثل التزامات الرهن العقاري المضمونة أو "Collateralized Mortgage Obligations"والتي تعرف بال"Pay-Through" والتي تسمح بتوجيه التدفقات النقدية من اجل خلق فئات مختلفة من الأوراق مالية بآجال وكوبونات مختلفة.

ب. ***الأوراق المالية غير العقارية أو الأوراق المالية المضمونة بأصول*** تشمل حاليا أنواع جديدة من الأصول مثل التزامات السندات المضمونة والتزامات القروض المضمونة (Collateralized Bond/Loan Obligations) والقروض غير المؤدية (Non-Performing Loans)، ممتلكات مصادرة من قبل مصلحة الضرائب (Tax Liens)، ديون المشروعات الصغيرة (Small Business Loans)، السيارات المؤجرة (Rental Cars)، أوراق تجارية مضمونة بأصول (Asset Backed Commercial Paper)، بطاقات الائتمان (Revolving Consumer Assets/Credit Cards)، قروض شراء وتأجير السيارات (Auto Loans & Leases)، قروض شراء وتملك المنازل(Home-Equity Loans)، قروض لشراء أراضي وبناء منازل (Manufactured Housing Contracts)، قروض الطلبة (Student Loans)، وسائل النقل الترفيهية Recreational Vehicles)، قروض لشراء مركبات بحرية (Marine Loans)، معدات تجارية (Commercial Equipment) أو أي أوراق مالية أخرى.

وهنا يجب توضيح إلى الفروق الأساسية بين نوعين من الأوراق المالية وهو **"Pass-Through"** و **"Pay-Through"**.

1- فالأوراق المالية فئة **"Pass-Through"** تمثل ملكية مباشرة للمستثمر في كل الإيرادات الناجمة من الأصول الضامنة للأوراق المالية على أن توزع طبقا لنسبة الأوراق المالية التي يملكها المستثمر من مجموع الأوراق المالية المصدرة بضمان تلك الأصول.

بالنظر إلى الرسم التوضيحي 1 يمكن شرح الأوراق المالية فئة "Pass-Through" كالتالي:

1- يقوم أحد أو بعض مالكي الأصول التي سيتم استخدامها كضمان للأوراق المالية (مثل قروض عقارية أو قروض سيارات أو مستحقات بطاقات ائتمان) بتجميع تلك الأصول في حزمة واحدة. من الممكن أن تتكون تلك الحزمة من عدد من الأصول التي تبلغ قيمتها الملايين أو عدد قليل من الأصول.

2- يتم بعد ذلك إصدار أوراق مالية بضمان تلك الحزمة (توريق الأصول). ويتم توزيع الإيرادات والتدفقات النقدية الناتجة من الحزمة ككل بناءا على قيمة الأوراق المالية (شهادات "pass-through") التي يملكها كل مستثمر من إجمالي الأوراق المالية المصدرة بضمان تلك الحزمة من الأصول. ويؤدى ذلك إلى أن يقتصر دور مالك الأصل علي تحويل الإيرادات المتدفقة من الأصل إلى حملة الشهادات.

قفدت لا قارولأا يف رمتسم لكب ةصاخلا ةيكلملا ةبسن يلع ءانب ضورقلا ك لت ن ع ةمجان لا تا

ضورقلا ك لت نام ضب ةرد صملا ةي لاملا . يف ةي لاملا قارولأا هذ ه عي مجت ةدا عإ ن كمملا ن مو

تامازت لا " Pass-Through " ةي عوأ ةد يدج نام ض ق لخل ل تا لآ ن م ادي قعت رث آا عون لث م

فرعت يتلاو " Collateralized Mortgage Obligations " وأ ةنومضملا يراقعلا ن هرلا

نم ةفلتخم تائف قلخ لجا نم ةيدقن لا تاقفدت لا هي جوتب حم ست ي " Pay-Through " لا ب تلاو

ةفلتخم تانوبوآو لاجآب ةيلام قارولأا .

ب. لوصأب ةنومضملا ةيلاملا قارولأا وأ ة يراقعلا ري غ ةي لاملا قارولأا ايلاح لمشت ةديدج عاونأ

(لأا ن م ةنوم ضملا ضورقلا تامازت لاو ةنوم ضملا تادن سلا تامازت لا لث م لو ص

Collateralized Bond/Loan Obligations (ةيدؤم ة لا ق ضور غ ري لا و) Non-

Performing Loans (مم تاكلت صم ةردا صم ن م ق لب صم ةحل ضلا بئار ،) Tax Liens (،

ةريغ صلا تاعور شملا نو يد) Small Business Loans (سلا تارايا جؤملا رة ،) Rental

Cars(قاروأ ةيراجت ضم ة ةنوم صأب لو ،) Asset Backed Commercial Paper (،

طباقات تا ئلاا نامت) Revolving Consumer Assets/Credit Cards (ق ضور ش ءار ،

جأتو ري سلا تارايا) Auto Loans & Leases (ق ضور ش ءار لمتو ك لام لزان ،)Home-

Equity Loans (ق ضور لش ءار ضارأ ى بو ءان م لزان ، (Manufactured Housing

Contracts) ق ضور ةبلطلا ،) Student Loans (لئاسو لقنلا ةيهيفرتلا ، Recreational

Vehicles) (ق ضور لش ءار مرآ تاب حب ةير ،) Marine Loans (مع تاد ة يراجت ،

Commercial Equipment) (قاروأ ةيلام ىرخأ يأ وأ .

قور فلا ى لإ حي ضوت ب جي ان هو ةي ساسلأا نم ن يعون ن يب وهو ةيلاملا قارولأا " Pass-Through " و "Pay-

Through " .

1- ف قارولأا لاملا ةي ف ةئ " Pass-Through " لث ةي كلم ةي شابم رة سملل رمثت ف ي آ ل ي تادار لا ةمجان م ن لإا مت

عومجم نم رمثتسملا اهكلمي ي تلا ةي لاملا قارولأا ةب سنل اقب ط عزو ت نأ ى لع ةي لاملا قارولأ ل ةنما ضلا لو صلأا

املا قارولأا لوصلأا كلت نامضب ةردصملا ةيل .

: يلاتلآ **" Pass-Through "** يحيضوتلا مسرلا بلإ رظنلاب 1 ةئف ةيلاملا قارولأا حرش نكمي

1- ةيراقع) قي مو حأ د وأ عب ض كلام ي صلأا لو يتلا متيس اهمادختسا نامضآ لأوراق ةيلاملا ضورق لثم

. لوص يف ةزمح ةدحاو عيمجتب كلت لأا) وأ ق ضور س تاراي وأ سم تاقحت قاطب تا ئا نامت نم نكمملا نأ

لوصلأا نم ليلق ددع وأ نييلاملا اهتميق غلبت يتلا لوصلأا نم ددع نم ةمزحلا كلت نوكتت .

2- تاقفدتلاو تاداريلإا (. قيروت لوصلأا) متي دعب كلذ رادصإ قاروأ ةيلام نامضب كلت ةمزحلا متيو عيزوت

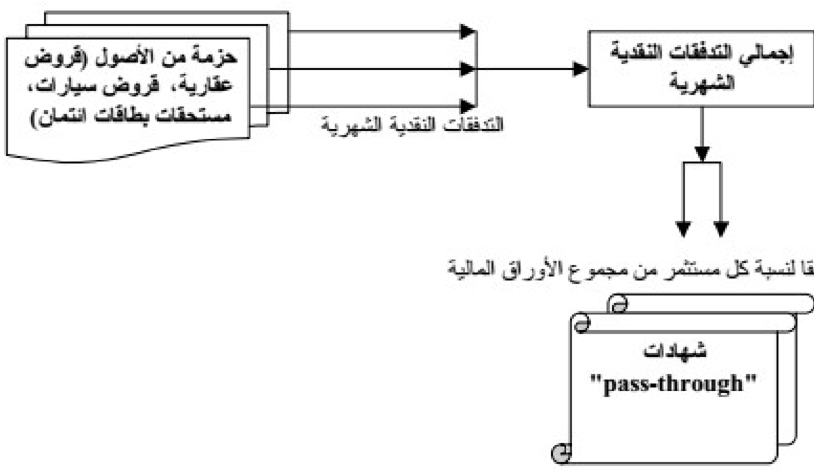
ش تاداه) قاروأ لاملا ةي لا ةيدقن لا ةجتان م ن حلا ةمز كآ ل ب ناء لع ى ق ةمي ا " pass-through (" ي تلا

. لوصلأا نم ةمزحلا كلت نامضب ةردصملا ةيلاملا قاروأ ي لامجإ ن م رمثت سم ل آ ا هكلمي كلذ ىدؤيو

تاداهشلا ةلمح ىلإ لصلأا نم ةقفدتملا تاداريلإا ليوحت يلع لصلأا كلام رود رصتقي نأ ىلإ .

وفي بعض الأحيان، كما يحدث في الولايات المتحدة الأمريكية، تسلم الملكية القانونية للأصول الضامنة للأوراق المالية إلى الوصي لكي يقوم بحمايتها ولا يكون للوصي أي دور إداري.
وتتصف شهادات "pass-through" بتعرضها لنفس مخاطر الائتمان ومخاطر الدفع مقدما.

الرسم التوضيحي 1:



2- أما بالنسبة لشهادات **"pay-through"** فهي تصدر أيضا بضمان حزمة من الأصول ومن الممكن أن تصدر بضمان حزمة من شهادات "pass-through" بدلا من الأصول المباشرة.
هذا ويتم تقسيم شهادات "pay-through" إلى شرائح مختلفة من حيث توزيع الإيرادات والتدفقات النقدية الناتجة من الأصول مما تؤدى إلى اختلاف آجال تلك الشهادات. وتختلف درجة تعرضها كل شريحة لمخاطر الدفع مقدما، بينما تتفق جميع الشرائح في درجة تعرضها لمخاطر الائتمان حيث أنها مضمونة بنفس الأصول.

تا ةنما ضلا لو صلأل ةي نوناقلا ةي كلملا مل ست ،ةي كيرملأا ةدحت ملا

يلاولا ى ف ثد حي ا مآ ،ناي حلأا ض عب ى فو . يرادإ رود يأ يصولل نوكي لاو اهتيامحب موقي pass- " يكل يصولا نلإ ةيلاملا قارولأل . امدقم عفدلا رطاخمو نامتئلاا رطاخم سفنل اهضرعتب through " تاقفدتلا ةيدقنلا ةمزح نم لوصلأا) قورض ا لسرم يحيضوتلا 1 : وتتصف تاداهش يلامجإ ،تارايس ضورق ،ةيراقع

ةيرهشلا)

تاقفدتلا ةيدقنلا ةيرهشلا تاقحتسم تاقاطب نامتئا

ةيلاملا قارولأا عومجم نم رمثتسم لآ ةبسنل اقب

نأ نكمملا نمو لوصلأا نم ةمزح نام ضب ا ضيأ رد صت ي " pass-through " ط مسقت تاداهش هف

" pay-through " تاداه شل ةب سنلاب ا مأ 2- . ةرشابملا لوصلأا نم
تاداهش نم ةمزح نامضب ردصت ةيدقنلا تاقفدتلاو تاداريلإا عيزوت ث " pass-through " لادب تاداه ش مي سقت مت يو اذ ه ةحير ش ل " pay-through " يح ن م ةفلت خم حئار ش ى لإ آ اه ضرعت ة جرد فلت ختو . تاداه شلا ك لت لا جآ فلات خا ى لإ بدؤ ت ا مم لو صلأا ن م ةجتان لا سفنب ةنومضم اهنأ ثيح نامتئلاا رطاخمل اهضرعت ةجرد يف حئارشلا عيمج قفتت امنيب ،امدقم ع فدلا ر طاخمل

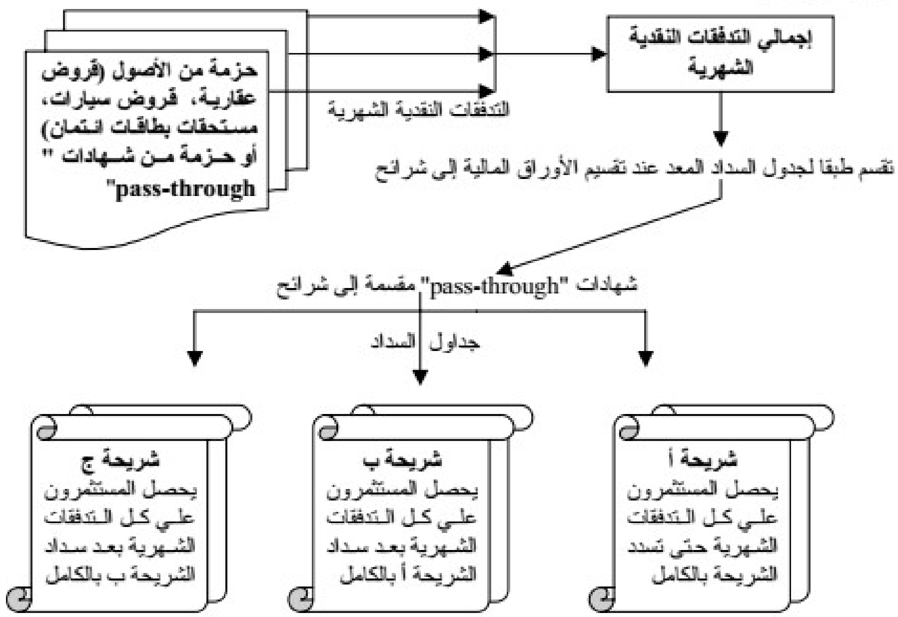
.

لوصلأا

6

ويوضح **الرسم التوضيحي 2** الأوراق المالية فئة "Pass-Through":

الرسم التوضيحي 2:



5. المنشآت ذات الغرض الخاص

تقوم الشركات في أحيان كثيرة باستخدام توريق الأصول كأداة اقتراض اكثر منها أداة استثمار عن طريق تأسيس شركة أخرى أو شخصية قانونية يطلق عليها المنشأة ذات الغرض الخاص،وتكون تابعة للشركة الأم التي تقوم بتحويل أصل لديها إلى المنشأة ذات الغرض الخاص حيث تقوم تلك المنشأة بإصدار أوراق مالية للاقتراض مضمونة بهذا الأصل ويحول إيراد الأصل إلى الشركة الأم.

وفي بعض الأحيان يتم بيع الأصل إلى المنشأة ذات الغرض الخاص فعليا وتقوم هذه المنشأة بدورها بإصدار الأوراق المالية أو تكون هذه المنشأة ملك لبنك استثماري يقوم بشراء الأصول الضامنة للأوراق المالية.

6. دور المنشآت ذات الغرض الخاص

يبقى السؤال الرئيسي الذي يبدر إلى ذهن المستثمر عندما يتم تعريفه بالمنشآت ذات الغرض الخاص والأوراق المالية التي تقوم بإصدارها كأدوات اقتراض هو، لماذا لا تقوم الشركة بإصدار سندات مباشر بدلا من تلك الأوراق المالية؟

لفهم السبب لابد من الأخذ في الاعتبار الحالة الخاصة بشركة تم تقيم جدارتها الائتمانية (BBB) وتريد الحصول على قرض، تستطيع هذه الشركة اتباع إحدى الأساليب الآتية:

- أن تقوم بإصدار سندات ويتم احتساب العائد الذي يحصل علية المستثمر بتلك السندات طبقا للتقييم (BBB) والذي يحدد تكلفة الاقتراض للشركة.

حضويو :"

Pass-Through " 2 ةئف ةيلاملا قارولأا 2 ي حيضوتلا مسرلا:

يحيضوتلا مسرلا ةيدقنلا تاقفدتلا يلامجإ

ضورق

(لوصلأا نم ةمز ح ةيرهشلا ،تارايس ضور ق ،ة يراقع)

" نامت ئا تا قاطب تاقحت سم ةيرهشلا ةيدقنلا تاقفدتلا

" تاداه ش ن م ةمز ح وأ

pass-through حئارش بلإ ةيلاملا قارولأا ميسقت دنع دعملا دادسلا لودجل اقبط مسقت

حئارش بلإ ةمسقم

" pass-through " تاداهش دادسلا لوادج

ج ةحيرش

ب ةحيرش

أ ةحيرش نورمثتسملا لصحي

نورمثتسملا لصحي

نورمثتسملا لصحي تاقفدت لا ل آ ي لع

تاقفدت لا ل آ ي لع

تاقفدت لا ل آ ي لع داد س د عب ةيره
شلا

داد س د عب ةيره شلا

ددست بت ح ةيره شلا لماكلاب ب

ةحيرشلا

لماكلاب أ ةحيرشلا

لماكلاب ةحيرشلا

صاخلا ضرغلا تاذ تآشنملا 5. قيرط نع
رامثتسا ةادأ اهنم رثآا ضارت قا ةادأ آ لو صلأا ق يروت مادخت ساب ةري ثآ ناي حأ ي ف تاآر
شلا مو قت

ملأا ةآرشلل ةعبات نوكتو،ص اخلا ضرغلا تاذ ةأشنملا اهيلع قلطي ةينوناق ةي صخش وأ بر خأ
ةآر ش سي سأت ةيلام قاروأ رادصإب ةأشنملا كلت موقت ثيح صاخلا ضر غلا تاذ ةأ شنملا ى لإ ا
هيدل ل صأ ليوحت ب مو قت ي تلا

ملأا ةآرشلا بلإ لصلأا دارپإ لوحيو لصلأا اذهب ةنومضم ضارتقلال .
رادصإب اهرودب ةأشنملا ه ذه موقتو ايلعف صاخلا ضرغلا تاذ ةأشنملا بلإ لصلأا عيب متي ناي
حلأا ض عب ى فو . ةيلاملا قارولأل ةنماضلا لوصلأا ءارشب موقي يرامثتسا كنبل كلم ةأشنملا

هذه نوكت وأ ةيلاملا قارولأا صاخلا ضرغلا تاذ تآشنملا رود 6. قارولأاو صاخلا ضرغلا تاذ تآشنملاب ةفيرعت متي امدنع رمثتسملا ن هذ ى لإ ردب ي يذ لا ي سيئرلا لاؤ سلا ىقب ي

ك لت ن م لاد ب ر شابم تادن س راد صإب ةآر شلا مو قت لا اذا مل ،و ه ضارت قا تاودأ آ اهراد صإب مو قت ي تلا

ةي لاملا ؟ةيلاملا قارولأا

لوصحلا ديرتو

ةينامتئلاا اهترادج ميقت مت ةآرشب ةصاخلا ةلاحلا رابتعلاا يف ذخلأا نم دبلا بب سلا م BBB( ) هفل : ةيتلآا بيلاسلأا ىدحإ عابتا ةآرشلا هذه عيطتست ،ضرق ىلع م ييقتلل اقب ط تادن سلا كلت • ب رمثت سملا ةي لع ل صحي يذ لا دئا علا با ستحا مت يو تادن س راد صإب مو قت نأ .

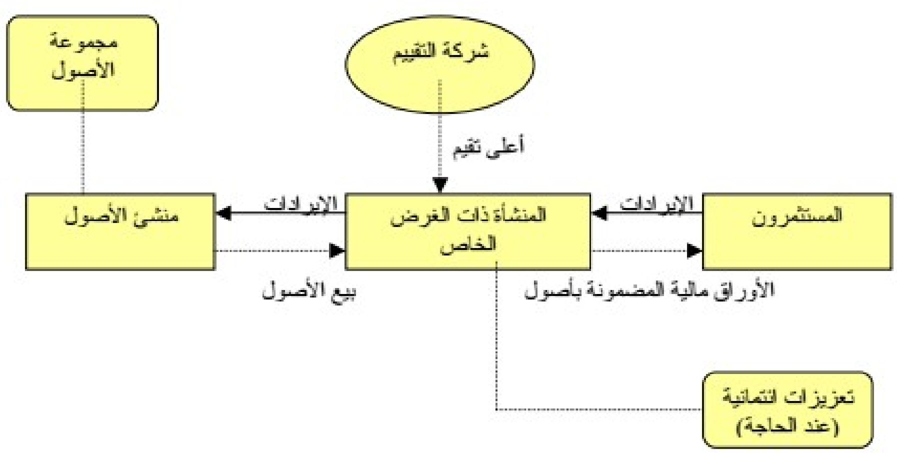
ةآرشلل ضارتقلاا ةفلكت ددحي يذلاو (BBB)

7

- بفرض أن الشركة لديها أصل (أوراق قبض) تتعدى قيمته المبلغ المطلوب اقتراضه، تستطيع الشركة إصدار سندات بضمان هذا الأصل ولكن تكلفة الاقتراض لن تتغير عن الحالة السابقة حيث انه عند تعرض الشركة للإفلاس سوف يقوم جميع دائني الشركة بالمطالبة بحقوقهم القانونية في الأصول بما فيها الأصل الضامن للسندات.
- فلنفترض هنا أن الشركة قامت بتأسيس منشأة ذات غرض خاص وتحويل الأصل الذي تريد الاقتراض بضمانه إلى تلك المنشأة، في هذه الحالة إذا تعرضت الشركة للإفلاس سوف يخسر الدائنون حقوقهم القانونية بهذا الأصل حيث انه أصبح ملك للمنشأة. بالإضافة إلى هذا سوف تقوم المنشأة ذات الغرض الخاص بإصدار أوراق مالية بضمان هذا الأصل والحصول على الجدارة الائتمانية التي تريدها لهذه الأوراق المالية والتي في الغالب ما تكون على من جدارة الشركة مالكة الأصل، مما يؤدى إلى خفض تكلفة الاقتراض على الشركة.

قد يبدو غريبا أن تستطيع المنشأة ذات الغرض الخاص الحصول على الجدارة الائتمانية التي تريدها لتلك الأوراق المالية ولكن هذا ما يحدث حيث تقوم المنشأة بعرض خصائص الأصل الضامن للأوراق المالية على المؤسسة التي تقوم بالتقييم لتحديد الخطوات التي يجب إتباعها للحصول على الجدارة الائتمانية المطلوبة عن طريق استخدام ما يسمى "تعزيزات ائتمانية". لذا فان الشركة السابق ذكرها ذات الجدارة الائتمانية (BBB) تستطيع الحصول على تمويل عن طريق استخدام اصل لديها كضمان للأوراق المالية للحصول على جدارة ائتمانية على لتلك الأوراق المالية، وفي واقع الأمر تستطيع باستخدام التعزيزات الائتمانية الكافية إصدار أوراق مالية بجدارة ائتمانية (AAA) كما هو موضح في الرسم التوضيحي 3.

<u>الرسم التوضيحي 3:</u>



وبذلك يمكن القول إن التوريق يهدف إلى خلق فرصة استثمارية من أصول الشركة غير السائلة وذلك عن طريق جمع الأصول ذات الطبيعة المتشابهة في أوعية واحدة للاستفادة من اقتصاديات التوسع بسبب كبر حجم الأصول

• ةآرشلا عيطتست ،هضارتقا بولطملا غلبملا هتميق بدعتت (ضبق قاروأ) ل صأ ا هيدل ةآر شلا نأ ضر فب دنع هنا ثيح ةقباسلا ةلاحلا نع ري غتت ن ل ضارت قلاا ة فلكت ن كلو ل صلأا اذ ه نام ضب تادن س راد صإ امب لوصلأا يف ةينوناقلا مهقوقحب ةبلاطملاب ةآرشلا ينئاد عي مج مو قي فو س سلا فلإل ةآر شلا ضر عت

تادنسلل نماضلا لصلأا اهيف ضارتقلاا ديرت يذلا لصلأا ليوحتو صاخ ضرغ تاذ ةأشنم سيسأتب . تماق ةآرشلا نأ انه ضرتفنلف

• مهقوقح نونئادلا رسخي فوس سلافلإل ةآرشلا تضرعت اذإ ة لاحلا هذ ه ي ف ،ةأ شنملا ك لت ى لإ هنام ض ب ضرغلا تاذ ةأشنملا موقت فوس اذه بلإ ةفاضلإاب . ةأشنملل كلم حبصأ هنا ث يح ل صلأا اذ هب ةي نوناقلا هذهل اهدير ت يتلا ةينامتئلاا ةرادجلا بلع لوصحلاو لصلأا اذ ه نام ضب ةي لام قاروأ راد صإب صا خلا ضفخ بلإ يدؤي امم ،لصلأا ةكلام ةآرشلا ةرادج نم بلع نوكت ام بلاغلا يف ي تلاو ةي لاملا قاروأا

ةآرشلا بلع ضارتقلاا ةفلكت كلت ل اهدير ت ي تلا ةي نامتئلاا ةراد جلا ى لع لو صحلا صا خلا . ضر غلا تاذ ةأ شنملا عيطتت ست نأ اب يرغ ودب ي د ق

بلع ةيلاملا قارولأل نماضلا لصلأا صئاصخ ضر عب ةأ شنملا مو قت ث يح ث د حي ا م اذ ه ن كلو ةي لاملا قارولأا نع ةبولطملا ةينامتئلاا ةراد جلا ى لع لو صحلل اهعاب تإ ب جي ي تلا تاو طخلا ةينامتئلاا ةراد جلا تاذ اهر آذ قبا سلا ةآر BBB( ) ديدحت ل م ي يقتلاب مو قت ي تلا ة سسؤملا ةي شلا نا ف اذ ل ."ةي نامتئا تاز يزعت " نم سي ا م مادخت سا قير ط ةرادج ى لع لو صحلل لاملا قارولأ ل نام ضآ ا هيدل ل صا مادخت سا قير ط ن ع ل يومت ى لع لو صحلا عيطتت ست

قاروأ رادصإ ةيفاكلا ةينامتئلاا تازيزعتلا مادختساب عيطتست رملأا عقاو يفو ،ةي لاملا قارولأا كلت ل ى لع ةي نامتئا

3.

ةينامتئا AAA( ) يحي ضوتلا مسرلا نف حضوم وه امآ
لوصلأا ةعومجم مسرلا يحيضوتلا 3: ةيلام ةرادجب

ةآرش ميقتلا

ىلعأ ميقت

لوصلأا ئشنم

تاداريلإا

ضرغلا تاذ ةأشنملا

تاداريلإا صاخلا

لوصلأا عيب لوصأب ةنومضملا ةيلام قارولأا

قيرط نع كلذو ةلئاسلا ريغ ةآرشلا لوصأ نم ةيرامثتسا ةصرف قلخ ىلإ فدهي ق ير وتلا نإ لوقلا نكمي كلذبو لوصلأا مجح ربآ ببسب عسوتلا تايداصتقا نم ةدافتسلال ةدحاو ةيعوأ يف ةهباشتملا ةعي بطلا تاذ لو صلأا ع مج

نورمثتسملا

(ةينامتئا تازيزعت) ةجاحلا دنع

ولتنويع المخاطرة. وتنتقل ملكية الأصول إلى المنشأة ذات الغرض الخاص ويوجه العائد إلى المستثمرين في الأوراق المالية المضمونة بهذه الأصول.

7. لماذا يلجأ المصدر إلى التوريق؟

- قد يحتاج المصدر إلى مصدر نقدي لتمويل مشروعاته التوسعية ويعتبر التوريق من اسهل الوسائل للحصول على التمويل بالمقارنة إلى الاقتراض (من خلال البنوك أو إصدار سندات) أو زيادة راس المال (عن طريق طرح اسهم الشركة للاكتتاب فى البورصة) بسبب التكلفة الباهظة لهذين الاختيارين وتأثيرهم على الموقف المالي للشركة.

وبالنسبة إلى الاقتراض وزيادة رأس المال فهما مصدرين للتمويل يظهر تأثيرهما على موقف الشركة المالي من خلال ميزانية الشركة (on-balance-sheet-financing) بينما يعتبر التوريق مصدر تمويل لا يظهر تأثيره على ميزانية الشركة (off-balance-sheet-financing). طبقا للقواعد المقررة من قبل منظمة معايير التمويل والمحاسبة – يتم التعامل مع التوريق عن طريق إضافة الدخل الناتج عن بيع الأصول إلى جزء الأصول في ميزانية الشركة بينما يتم حذف الأصول المباعة.

- تمنح الأوراق المالية المضمونة بأصول سيولة اكثر من خلال سوق أكبر.

8. لماذا يستثمر المستثمرون فى الأوراق المالية المضمونة بأصول؟

- يخلق التوريق أدوات مالية ذات آجال و مخاطر وكوبونات مختلفة لكي تجذب المستثمرين. ويعتبر التوريق أداة مالية مركبة مما يعنى أنه يمكن تخليقها حسب احتياجات المستثمر بالنسبة للمخاطر والعائد وتاريخ الاستحقاق بالمقارنة مع حقوق الملكية الأخرى سواء أدوات مالية أو أصول أخرى.
- تمنح الأوراق المالية المضمونة بأصول عائد أعلى عن العائد الذي تمنحه الأدوات المالية الأخرى ذات درجة المخاطرة المتساوية. وذلك يعود إلى التصنيف الائتماني المرتفع لهذه الأوراق المالية (غالبا ما تحمل تصنيفAAA) وخصائص تحسين الجدارة الائتمانية التي قد تحملها هذه الأدوات المالية.
- تمنح الأوراق المالية المضمونة بأصول تدفقات نقدية متوقعة ولذلك يقوم المستثمر بشراء هذه الأدوات بثقة لعلمه انه سيحصل على مستحقات بقيمة معينة في تاريخ معين في المستقبل.
- ولان هذه الأوراق المالية مضمونة بأصول فهي تحمي المستثمر من نتائج تخفيض الجدارة الائتمانية للمصدر.

9. ما هي أهمية استخدام خدمات وسيط مالى فى حالة إصدار أوراق مالية مضمونة بأصول؟

الدور التقليدي للوسيط المالي هو تجنب المشكلات والصعاب التى قد تصاحب العلاقات المباشرة ما بين الدائن والمدين (الشركة والمستثمرين). ومن أنواع هذه الصعاب التالي:

- <u>صعاب خاصة بالصفقة أو بالعملية</u>: غالبا ما يمتلك المستثمر المتوسط مبلغا صغيرا من المال للاستثمار بينما تحتاج الشركة إلى كميات كبيرة من النقد أو التمويل وبذلك يظهر دور الوسيط المالى الذي يقوم بتجميع أموال المستثمرين الصغار وتوجيهها إلى الشركات التى تحتاج إلى مصدر تمويل.

تلو ون ةر طاخملا عي . يف نيرمثتسملا بلإ دئاعلا ه جويو صا خلا ضر غلا تاذ ةأ شنملا ى لإ لو صلأا ةي كلم لقت نتو

صلأا هذهب ةنومضملا ةيلاملا قارولأا لو .

7. قيروتلا بلإ ردصملا أجلي اذامل؟

• قيروت لا رب تعيو ةيع سوتلا هتاعور شم ليومت ل يد قن رد صم ى لإ رد صملا جات حي د ق ن م لهسا لئاسولا

ضارت قلاا ى لإ ة نراقملاب ليومت لا ى لع لو صحلل) تادنس رادصإ وأ كون بلا للا خ ن م (سار ةدايز وأ

لا ملا) ةآرشلا مهسا حر ط قير ط ن ع ةصروبلا بف باتتآلال (نيرايتخلاا نيذهل ةظهابلا ةفلكتلا ببسب

ةآرشلل بلاملا فقوملا بلع مهريثأتو .

و ى لإ ةب سنلاب لاملا سأر ةدا يزو ضارت قلاا امهف مهريثأت رهظي ليومتلل نيردصم ا ةآرشلا فقوم بلع

رب تعي امن يب ير) on-balance-sheet-financing (ةآر شلا ةي نازيم للا خ ن م ي لاملا وت لا ق ردصم

د) .off-balance-sheet-financing (ةآر شلا ةي نازيم ى لع هري ثأت ر هظي لا ل يومت عاوقلل اقب ط

م لب ق ن م ةرر قملا ةمظن ةبساحملاو ليومتلا ريياعم – عم لماعتلا متي ير وتلا ق قيرط نع لخدلا ةفاضإ

ح متي امنيب ةآرشلا ةينازيم يف لوصلأا ءزج بلإ لوصلأا عيب نع جتانلا ةعابملا لوصلأا فذ .

• ربآأ قوس للاخ نم رثآا ةلويس لوصأب ةنومضملا ةيلاملا قارولأا حنمت .

8. لوصأب ةنومضملا ةيلاملا قارولأا بف نورمثتسملا رمثتسي اذامل؟

• ير وت لا ق لخي ق ي كل ةفلت خم تا نوبوآو ر طاخم و لا جآ تاذ ةي لام تاودأ نيرمثت سملا بذ جت . ربتعيو

يروتلا ق بآرم ةيلام ةادأ دئاعلاو رطاخملل ةبسنلاب رمثتسملا تاجايتحا بسح اهقيلخت نكمي هنأ ة نعي امم

لوصأ وأ ةيلام تاودأ ءاوس برخلأا ةيكلملا قوقح عم ةنراقملاب قاقحتسلاا خيراتو برخأ .

• تاذ برخلأا ةيلاملا تاودلأا هحنمت يذلا دئاعلا نع بلعأ دئاع لوصأب ةنومضملا ةيلاملا قارولأا حن مت

لا ة جرد ةيوا ستملا ةر طاخم . ةيلاملا قارولأا هذهل عفترملا ينامتئلاا فينصتلا بلإ دوعي ك لذو) ابلاغ ام

فينصت لمحت AAA) صئاصخو نيسحت ةرادجلا ةينامتئلاا يتلا دق اهلمحت هذه تاودلأا ةيلاملا .

• ه ءارشب رمثتسملا موقي كلذلو ةعقوتم ةيدقن ناقفدت لو صأب ةنوم ضملا ةي لاملا قارولأا

هذ تاودلأا تم نح

ةقثب هملعل هنا سيحصل لع بلع تاقحتسم ةميقب ةنيعم يف خيرات نيعم يف لبقتسملا .

- ةينامتئلاا ةرادجلا ضيفخت جئاتن نم رمثت سملا ى محت ي هف لو صأب ةنوم ضم ةي لاملا قارولأا هذ ه نلاو

ردصملل .

9. وصأب ةنومضم ةيلام قاروأ رادصإ ةلاح بف بلام طيسو تامدخ مادختسا ةيمهأ يه ام ؟ل

نئادلا نيب ام ةرشابملا تاقلاعلا بحاصت دق بتلا باع صلاو تلاك شملا ب نجت و ه ي لاملا طي لا رود لقتلا يدي سولل

نيدملاو) نيرمثتسملاو ةآرشلا .(باعصلا هذه عاونأ نمو يلاتلا :

- ةي لمعلاب وأ ةقف صلاب ة صاخ باع ص لا ملا ن م اريغ ص اغلب م ط سوتملا رمثت سملا كلت مي ا م اب لاغ

رامثت سلال بلاملا طيسولا رود رهظي كلذبو ليومتلا وأ دقنلا ن م ةري بآ تاي مآ ى لإ ةآر شلا جات حت امن يب

ليومت ردصم بلإ جاتحت بتلا تاآرشلا بلإ اههيجوتو راغصلا نيرمثتسملا لاومأ عيمجتب موقي يذلا .

- **صعاب في الحصول على المعلومات اللازمة**: غالبا ما يفتقر المستثمر الصغير للمعلومات الكافية لإدراك كيفية إدارة القروض الخاصة بالشركة أو تقييمها بينما يقوم الوسيط المالي بهذا الدور.
- **المخاطر المتوقعة**: غالبا ما يعتبر المستثمرين إن الاستثمار في البنوك يحمل مخاطرة اقل من الاستثمار المباشر في الشركات، مع إن في الحقيقة إن مخاطر الشركة يتحملها البنك المقرض لهذه الشركة ولكن البنك يتحمل مخاطر الكثير من العملاء مما يجعل تفضيل المستثمر للبنك على الشركة اختيارا منطقيا.

وبالتالي يعتبر التو ريق اختيارا منطقيا لتجنب استخدام وسيط مالى وكل الصعاب التى تم شرحها مسبقا.

بالإضافة إلى ذلك يساعد نشاط التوريق على تجنب الصعاب الخاصة بالعملية أو بالصفقة عن طريق تقسيم الديون الضخمة إلى أجزاء يسهل تسويقها للمستثمرين. هذا بالإضافة إلى تجنب الصعاب في الحصول على المعلومات اللازمة لان الأوراق المالية المضمونة بأصول يتم بيعها فى طرح عام بعد إعلان خصائصها إلى كل المستثمرين. ويتجنب التوريق المخاطر المتوقعة لان هذه الأوراق تكون مضمونة بأصول ولذلك تحمل درجة ائتمانية عالية مما يزيد من حماية المستثمرين.

10. هل أدى التو ريق إلى تهميش دور الوسيط المالى أو إلغاء دوره؟

التو ريق لا يلغى الحاجة إلى الوسيط المالى وإنما يقوم بإعادة تعريف دوره. وعليه فقد تم التركيز فى الفترة الحالية على المهام التالية للوسيط المالي والتي تتضمن الآتي:

- توزيع وتقسيم المنتجات المالية: يقوم التو ريق بتقسيم مهام الوسيط المالي إلى سلسلة من الأعمال الوظيفية تقوم بكل منها مؤسسة مالية مختصة ومنفصلة وتقوم البنوك الاستثمارية بمهمة التسويق بينما تقوم شركات التصنيف والتقييم بمهمة التقييم ويقوم بمهمة الإدارة مدير صناديق الاستثمار الذي يدير محفظة الاستثمار الخاصة بالمستثمرين.
- تقديم أدوات وخدمات مالية جديدة: مثل استخدام قروض شراء السيارات أو أوراق القبض الخاصة ببطاقات الائتمان كأصول تضمن الأوراق المالية المصدرة.
- تحويل وتوزيع عدة مخاطر من خلال العديد من الصفقات المركبة.
- الاعتماد على دور الوسيط المالي كمراقب على الشركات المصدرة للتفريق بين المقترضين ذوى الجدارة الائتمانية المرتفعة والمنخفضة من خلال تقديم شهادات جدارة ائتمانية كطرف ثالث في الصفقة المالية.

11. ما هو تأثير نشاط التوريق على سوق رأس المال؟

- أدى نشاط التو ريق إلى خفض تكلفة العمليات في سوق المال من خلال خلق سوق للمطالبات المالية التي كانت تعانى من عدم السيولة والتداول المحدود.
- يقوم نشاط التو ريق بتوفير تكلفة الوساطة المالية من خلال تقديم خدمات وساطة متخصصة لكل خدمة على حدة مما يؤدى إلى خفض التكلفة الإجمالية للخدمات المالية.

• ة مزلالا تا مولعملا ي لع لو صحلا ي ف باع ص : كلا تا مولعملل ريغ صلا رمثت سملا رقت في
فا ةي لاغ اب م ا

رودلا اذهب يلاملا طيسولا موقي امنيب اهمييقت وأ ةآرشلاب ةصاخلا ضورقلا ةرادإ ةيفيآ كاردلإ .

• ةعقوتملا رطاخملا : نيرمثتسملا ربتعي ام ابلاغ نإ نبلا يف رامثتسلاا و رامثتسلاا نم لقا ةرطاخم
لمحي ك

نبلا اهلمحتي ةآرشلا رطاخم نإ ةقيقحلا يف نإ ع م ،تاآر شلا ي ف ر شابملا نكلو ةآرشلا هذهل
ضرقملا ك

ايقطنم ارايتخا ةآرشلا نلع كنبلل رمثتسملا ليضفت لعجي امم ءلامعلا نم ريثكلا رطاخم لمحتي
كنبلا .

ير وتلا ربتعي يلاتلابو ق اقبسم اهحرش مت نتلا باعصلا لآو نلام طيسو مادختسا بنجتل ايقطنم
ارايتخا .

طا شن دعا سي ك لذ ى لإ ةفا ضلإاب قيروت لا ى لع ت مي سقت قير ط ن ع ةقف صلاب وأ
ةي لمعلاب ة صاخلا باع صلا ب نج

نيرمثت سملل اهقيو ست له سي ءاز جأ ى لإ ةمخ ضلا نو يدلا . ي لع لو صحلا ي ف باع صلا ب
نجت ى لإ ةفا ضلإاب اذ ه

لآ نلإ اهصئاصخ نلاعإ دعب ماع حرط نف اهعيب متي لوصأب ةنومضملا ةي لاملا قاروأ نلا ة
مزلالا تا مولعملا

نيرمثت سملا . و قاروأ هذ ه نلا ةعقوت ملا ر طاخملا قيروت لا ب نجتي نو كت ةجرد لمحت ك
لذلو لو صأب ةنوم ضم

نيرمثتسملا ةيامح نم ديزي امم ةيلاع ةينامتئا .

10. ير وتلا بدأ له ق ؟هرود ءاغلإ وأ نلاملا طيسولا رود شيمهت نلإ

ير وت لا ق رود فير عت ةدا عإب مو قي ا منإو نلا ملا طي سولا ى لإ ة جاحلا ى غلي لا ه . ف
هي لعو زي آرتلا م ت د ق ةرتفلا نف

نلع ةيلاحلا لا ماهملا ةيلات نمضتت يتلاو يلاملا طيسولل يتلآا :

• ةي لاملا تاجت نملا مي سقتو ع يزوت : ير وت لا مو قي ق لا معلأا ن م ةل سلس ى لإ ي
لاملا طي سولا ما هم مي سقتب

ةي فيظولا ت امثتسلاا كونبلا موقتو ةلصفنمو ةصتخم ةيلام ةسسؤم اهن م ل كب مو ق امنيب
قيوستلا ةمهمب ةير

ريدي يذلا رامثتسلاا قيدانص ر يدم ةرادلإا ة مهمب مو قيو مي يقتلا ة مهمب مي يقتلاو فين صتلا
تاآر ش مو قت

نيرمثتسملاب ةصاخلا رامثتسلاا ةظفحم .

• ةد يدج ةي لام تا مدخو تاودأ م يدقت : ة صاخلا ضب قلا قاروأ وأ تاراي سلا ءار ش ضور ق
م لث سا مادخت

آأ لوص نمضت قارولأا ةيلاملا ةردصملا تاقاطبب نامتئلاا .

• نم للاخ ديدعلا نم تاقفصلا ةبآرملا ليوحت عيزوتو ةدع رطاخم .

• ى رود سولا طي لامال ي آمراق ب لع ى شلا تاآر صملا ةرد لل قيرفت بي ن ضرتقملا ني نوذ لع دامت علاا

رطآ ةينامتئا ةرادج تاداهش ميدقت للاخ نم ةضفخنملاو ةعفترملا ةينامتئلاا ةراد جلا ةقفصلا يف ثلاث ف

ةيلاملا .

11. ريثأت وه ام طاشن ؟لاملا سأر قوس ىلع قيروتلا

• ىدأ طا شن ير وت لا ق ةيلاملا تابلاطملل قوس قلخ للاخ نم لامال قو س ي ف تاي لمعلا ة لإ ى فخ ض فلكت

يتلا تنآ تعاىن نم مدع ةلويسلا لوادتلاو دودحملا .

• مو قي طا شن ير وت لا ق ةيلاملا ةطاسولا ةفلكت ريفوتب ةمدخ لكل ةصصختم ةطاسو نم للاخ ميدقت تامدخ

ىلع ةدح امم يدؤي ىلإ ضفخ ةفلكتلا ةيلامجلإا تامدخلل ةيلاملا .